

业绩符合预期 储能业务增长显著

——固德威 (688390.SH) 2021 半年报点评 电气设备/电源设备

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布半年报,在国内分布式上量、海外市场扩张的双重驱动下,公司业绩增长显著。2021H1 营业总收入 10.87 亿元,同比增长 84.9%,销售毛利率 34.9%,同比减少 6.4pct,归母净利润 1.53 亿元,同比增长 29.7%,经营活动现金流 0.44 亿元,同比减少 65.1%。

其中 Q2 营业总收入 6.43 亿元,同比增长 75.9%,环比增长 44.5%,归母净利润 0.83 亿元,同比增长 3.23%,环比增长 18.9%。

投资摘要:

光伏+储能逆变器双成长赛道加持,储能逆变器出货高增。光伏领域公司专注于组串式光伏并网逆变器,功率覆盖 0.7kW~250kW,主要面向家庭户用和工商业领域。储能领域依托自主研发的新能源电源逆变、储能变换、能量管理等领域的核心技术,提供单机功率 2.5kW~10kW 的光伏储能逆变器,并提供微电网、工商业储能等系列解决方案。2021H1 国内光伏装机 13.01GW,其中分布式 7.65GW,占比近 60%。公司 21H1 逆变器出货量 23.85 万台,其中并网逆变器出货量 21.75 万台,占比 91.19%;储能逆变器出货量 2.1 万台,已基本达到 2020 全年销量,占比 8.81%。下半年光伏装机需求进入旺季,储能在政策推动下进入快速增长,在优质赛道的长期布局为公司业绩持续增长奠定基础。

海外销售占比维持高位,充分受益于海外分布式复苏。组串式逆变器的性能特点更适用于分布式电站和户用储能,海外是主要目标市场,公司凭借成熟营销网络积极开拓北美及日本的海外客户,积极布局欧洲、大洋洲市场,已取得突出成绩。报告期内,公司境外逆变器出货量 15.65 万台,占比 65.62%,境内销量 8.2 万台,占比 34.48%。相比 2020 年 68% 的海外营收占比,公司仍然坚持主打优质市场,凭借海外产品高于国内接近 10~20 pct 的毛利率,海外收入占比的提升将提高公司综合毛利率。海外疫情高峰过后,分布式将率先复苏,公司将充分受益。

研发实力雄厚,坚持不断的技术创新。公司并网逆变器、储能逆变器均为自主研发产品。2021H1 公司研发总投入为 6857.60 万元,占报告期营业收入总额的比例为 6.31%,较 2020 年 5.79% 的研发费用占比进一步提升。截至报告期末,公司共有研发人员 382 人,占员工总数 18.12%,具备较强的产品和技术研发能力。报告期内,公司推出 GW50K-BTC 三相交流耦合逆变器以及两款家用储能锂电池,为工商业项目实现电力的自发自用提供解决方案,优质产品不断提升公司在光伏和储能领域的竞争力和发展天花板。

投资策略:我们预计公司 2021~2023 年的营业收入分别为 27.1 亿元、38.5 亿元、50.6 亿元,归属于上市公司股东净利润分别为 4.5 亿元、6.9 亿元、10.4 亿元,每股收益分别为 5.12 元、7.81 元、11.84 元,对应 PE 分别为 86.9、57、37.6 倍。维持“买入”评级。

风险提示:光伏装机进度不及预期、光伏及储能政策出现大幅调整、产线建设进度不及预期、原材料价格波动、海外疫情形势加剧。

评级

买入(维持)

2021 年 08 月 26 日

贺朝晖

分析师

SAC 执业证书编号: S1660520050001

hezhaohui@shgsec.com

010-56931952

交易数据

时间 2021.08.25

总市值/流通市值(亿元)	391.60/93.21
总股本(万股)	8,800.0
资产负债率(%)	49.69
每股净资产(元)	17.13
收盘价(元)	445.0
一年内最低价/最高价(元)	103.49/635.04

公司股价表现走势图



资料来源:申港证券研究所

相关报告

1、《固德威公司深度研究:乘分布式东风迈向全球龙头》2021-08-04

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	945.35	1,589.08	2,584.00	3,989.83	6,040.14
增长率 (%)	13.2%	68.1%	62.6%	54.4%	51.4%
归母净利润 (百万)	102.82	260.29	450.48	687.30	1,042.13
增长率 (%)	83.5%	153.2%	73.1%	52.6%	51.6%
净资产收益率 (%)	0.25	0.18	0.25	0.29	0.32
每股收益 (元)	1.56	3.64	5.12	7.81	11.84
PE	285.66	122.25	86.93	56.98	37.58
PB	70.13	26.88	21.44	16.31	11.97

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
主营收入 (百万元)	227.31	222.76	365.18	452.96	548.18	444.56	642.51
增长率 (%)	-	-	-	53.76%	141.16%	99.57%	75.94%
毛利率 (%)	43.57%	45.36%	38.89%	36.32%	34.66%	37.81%	32.89%
期间费用率 (%)	30.01%	22.57%	13.40%	16.73%	20.19%	19.08%	18.56%
净利润 (百万元)	26.73	37.31	80.08	78.39	63.03	69.49	82.43
增长率 (%)	-	-	-	94.27%	135.81%	86.26%	2.95%
每股盈利 (季度, 元)	0.41	0.57	1.22	0.89	0.72	0.79	0.94
资产负债率 (%)	58.55%	-	55.36%	37.63%	43.09%	43.98%	49.69%
净资产收益率 (%)	6.36%	-	14.87%	5.63%	4.33%	4.55%	5.48%

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	945.35	1589.08	2584.00	3989.83	6040.14	流动资产合计	726.95	2187.42	2913.20	4652.33	7490.42
营业成本	562.45	991.54	1565.31	2400.69	3606.21	货币资金	342.54	1088.42	1871.22	3214.47	5478.22
营业税金及附加	6.65	9.79	13.00	20.07	30.39	应收账款	114.28	148.19	200.00	308.81	467.50
营业费用	133.40	130.81	212.71	328.43	497.21	其他应收款	0.00	2.72	4.42	6.83	10.34
管理费用	46.04	56.84	92.43	142.72	216.06	预付款项	4.84	8.05	18.05	33.39	56.42
研发费用	58.16	92.00	149.61	231.00	349.70	存货	184.09	349.56	453.70	695.83	1045.25
财务费用	(2.64)	6.01	10.10	49.31	108.22	其他流动资产	14.05	17.86	17.86	17.86	17.86
资产减值损失	(1.26)	(7.43)	(5.00)	(5.00)	(5.00)	非流动资产合计	287.02	372.24	677.49	871.01	918.81
公允价值变动收益	(14.61)	(5.30)	(8.00)	(8.00)	(8.00)	长期股权投资	28.99	26.44	26.44	26.44	26.44
投资净收益	0.17	1.25	0.00	0.00	0.00	固定资产	197.89	275.31	366.21	500.82	587.25
营业利润	(9.83)	(5.27)	(2.50)	(2.50)	(2.50)	无形资产	30.25	30.61	150.55	158.50	165.65
营业外收入	121.62	302.04	525.34	802.12	1216.85	商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.80	1.17	1.20	1.20	1.20	其他非流动资产	4.19	7.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.80	0.66	0.60	0.60	0.60	资产总计	1013.96	2559.66	3590.70	5523.35	8409.23
所得税	121.61	302.55	525.94	802.72	1217.45	流动负债合计	569.43	1075.91	1256.58	1843.63	2690.79
净利润	18.49	43.75	76.04	116.06	176.03	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	103.13	258.81	449.90	686.66	1041.43	应付账款	284.50	556.38	600.00	920.21	1382.30
归属母公司净利润	0.31	(1.48)	(0.58)	(0.64)	(0.70)	预收款项	20.53	0.00	10.00	10.00	10.00
EBITDA	102.82	260.29	450.48	687.30	1042.13	一年内到期的非流动负债	41.75	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	161.26	356.95	556.77	892.37	1369.54	非流动负债合计	24.29	27.10	501.69	1273.72	2442.48
主要财务比率	1.56	3.64	5.12	7.81	11.84	长期借款	0.00	0.00	500.00	1272.03	2440.79
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
成长能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	负债合计	593.72	1103.01	1758.27	3117.34	5133.27
营业收入增长						少数股东权益	1.45	(0.03)	(0.61)	(1.25)	(1.95)
营业利润增长	13.15%	68.09%	62.61%	54.41%	51.39%	实收资本(或股本)	66.00	88.00	88.00	88.00	88.00
归属于母公司净利润增长	101.26%	148.35%	73.93%	52.68%	51.71%	资本公积	193.03	946.87	946.87	946.87	946.87
获利能力	73.07%	52.57%	73.07%	52.57%	51.63%	未分配利润	126.92	371.60	647.68	1068.89	1707.57
毛利率(%)						归属母公司股东权益合计	418.79	1456.68	1826.83	2401.04	3271.70
净利率(%)	40.50%	37.60%	39.42%	39.83%	40.30%	负债和所有者权益	1013.96	2559.66	3590.70	5523.35	8409.23
总资产净利润(%)	10.91%	16.29%	17.41%	17.21%	17.24%	现金流量表					
ROE(%)	10.14%	10.17%	12.55%	12.44%	12.39%	经营活动现金流	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
偿债能力	24.55%	17.87%	24.66%	28.62%	31.85%	净利润	151.28	439.76	442.78	965.93	1464.78
资产负债率(%)						折旧摊销	103.13	258.81	449.90	686.66	1041.43
流动比率	58.55%	43.09%	48.97%	56.44%	61.04%	财务费用	42.28	48.91	0.00	25.89	28.62
速动比率	1.28	2.03	2.32	2.52	2.78	应付帐款减少	(2.64)	6.01	10.10	49.31	108.22
营运能力	0.95	1.71	1.96	2.15	2.40	预收帐款增加	0.00	0.00	(51.81)	(108.81)	(158.69)
总资产周转率						投资活动现金流	0.00	0.00	10.00	0.00	0.00
应收账款周转率	1.03	0.89	0.84	0.88	0.87	公允价值变动收益	(74.28)	(728.90)	(49.81)	(232.33)	(90.10)
应付账款周转率	8.55	12.11	14.84	15.68	15.56	长期股权投资减少	0.17	1.25	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)	4.33	3.78	4.47	5.25	5.25	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益(最新摊薄)						筹资活动现金流	(9.83)	(5.27)	(2.50)	(2.50)	(2.50)
每股净现金流(最新摊薄)	1.56	3.64	5.12	7.81	11.84	应付债券增加	(59.99)	731.81	389.83	609.64	889.07
每股净资产(最新摊薄)	0.26	5.03	8.90	15.26	25.72	长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率	6.35	16.55	20.76	27.28	37.18	普通股增加	0.00	0.00	500.00	772.03	1168.76
P/E						资本公积增加	0.00	22.00	0.00	0.00	0.00
P/B	285.66	122.25	86.93	56.98	37.58	现金净增加额	17.01	442.66	782.80	1343.24	2263.75
EV/EBITDA	180.27	106.66	67.87	41.71	26.38						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师简介

贺朝晖，所长助理，电力设备与新能源行业首席分析师，清华大学工学学士、硕士，7年能源行业工作经验，3年证券行业研究经验，2019年进门财经最具影响力分析师第3名，2018年Wind平台影响力电新行业第6名。曾在中国核电工程有限公司工作4年，美国能源行业外企工作3年，参与过多个核电、火电、油气、新能源项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019年加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上